

## GDP 不超预期，2 季度面临内外需双重影响，需要政策支持

2020年3月经济数据点评

### 核心内容：

### 分析师

#### 1、GDP 不超预期，需要更多政策支持

2020年1季度GDP录得负增长，各行业增速大幅下滑。4月份我国经济仍然没有恢复，海外疫情仍然蔓延，预计整个2季度旅游、餐饮、住宿、交通等行业可能仍然负增长。2季度出口必然受到海外疫情的影响，会直接影响我国制造业，预计2季度GDP增速仍然较为低迷，预计在3%左右，如果5月份经济恢复不畅，2季度GDP再次负增长并不是难以想象。经济政策推出仍然显得较为犹豫，连续两个季度的GDP下滑会使得失业率激增，需要政策给予足够的支持。

行业中，三产增速下行幅度低于二产，制造业较为艰难。(1)制造业受到冲击较大，工厂停工以及订单减少直接影响了企业生产，给企业经营按下暂停键；(2)三产中服务行业受到重大打击，但金融业、公共服务业预计上行，部分抵消了其他服务业的下滑。

#### 2、复工复产促进生产回升，2 季度仍面临考验

生产有所好转，复工复产总体较为稳定，订单积压下生产反弹。3月份表现较好的行业仍然是医药制造业，这是疫情下对医疗设备需求增加。计算机、通讯和其他电子设备行业生产增长，这是前期订单积压下生产释放。4月份开始我国将面临海外疫情的冲击，对出口行业影响可能加大，尤其对通用设备制造业、计算机通讯和其他电子设备行业冲击可能加大，同时国内需求恢复仍然需要时间，2季度生产面临考验。

2季度面临的困难从行业看：(1)低迷的汽车行业启动面临困难；(2)计算机、通讯和其他电子设备和通用设备制造业面临出口下滑的考验；(3)需求稍显低迷，基建和地产的恢复速度是否支持黑色行业高生产。

#### 3、消费大幅受阻，回升需要时间

1季度消费增速大幅下滑，新冠疫情下居民出行困难影响居民消费决策，而收入的减少使得居民缩减开支。3月餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然大幅下滑，食品、药品和升级换代的通讯器材消费上行。疫情后居民消费信心重建需要时间，收入的恢复更需要时间，消费V型反转可能很难到来。2季度消费增速预计在2%~3%左右，3、4季度消费增速可能回升至7%左右。

3月份，居民活动稍有放开，开工缓慢恢复，服务业仍然极为低迷，居民消费中非必需品均下行：(1)居民更倾向于居家模式，对医疗较为重视，食品消费增速大幅增长。居民对非必需品的消费减少，尤其是收入减少后对于服装需求大幅减低，金银珠宝消费下滑，日用品消费低迷；(2)对于出行的欲望减低，汽车和汽油消费大幅下滑；(3)对房地产相关消费增长较为微弱；(4)对电子产品的消费仍然有较高的热情，可能由于对5G产品关注较高。文化办公用品的消费仍然较为景气，公共支出仍然增长。

#### 4、投资受疫情影响，2 季度基建有望发力

固定资产投资下降幅度有所收窄，各行业投资均有回升，房地产表现最好，单月投资增速回正。基建投资增速不及预期，2季度有望发力。制造业仍然较为低迷，2季度受到出口影响制造业回升困难加大。疫情影响下，基础设施投资仍然托底经济，房地产仍然较有韧性，但需要政策支持。现阶段的政策对冲仍然稍显不足，政策过度引起未来经济过热的担忧仍然存在，仍需观察2季度出口对制造业的冲击。

**基建行业投资增速暂时并不及预期，增长可能在2Q发力。**财政部表示会扩大专项债发行额度、提高我国赤字率、重启特别国债，我们预计财政资金可能增加6-7万亿。基建投资增速取决于未来资金到位速度，预计2季度可能会逐步好转。2019年我国基建共实现17万亿投资，预计2020年我国可实现约17万亿投资，基建投资增速可超过10%。

**房地产投资单月回升，金融对房地产稍有支持。**先行指标均有回暖，但回暖速度较慢。房地产工程仍然受到疫情影响，市场利率下行对房地产投资有力，但政策方面仍然不够友好。房地产投资可能处于小幅回升的状态，下半年可能平稳。房地产商海外以及定金预付款资金取代表受阻，国内贷款增加，3月份M2增速超过10%，预计非银行金融系统为房地产提供了资金，金融对房地产稍有放开。

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

## 一、GDP 不超预期，需要更多政策支持

2020 年 1 季度 GDP 录得负增长，各行业增速大幅下滑。4 月份我国经济仍然没有恢复，海外疫情仍然蔓延，预计整个 2 季度旅游、餐饮、住宿、交通等行业可能仍然负增长。2 季度出口必然受到海外疫情的影响，会直接影响我国制造业，预计 2 季度 GDP 增速仍然较为低迷，预计在 3% 左右，如果 5 月份经济恢复不畅，2 季度 GDP 再次负增长并不是难以想象。经济政策推出仍然显得较为犹豫，连续两个季度的 GDP 下滑会使得失业率激增，需要政策给予足够的支持。

2020 年 1 季度 GDP 当季值 206,504 亿元人民币，GDP 名义当季同比增长-6.8%，GDP 实际增长-5.3%，略低于市场预期。2、3 月份我国经济基本停滞，各行业均受到较大的冲击，GDP 负增长是应有之义。

4 月中旬我国经济仍然没有完全恢复，海外疫情仍然蔓延，预计整个 2 季度旅游、餐饮、住宿、交通等行业仍然负增长。2 季度受海外疫情的影响，出口可能受阻，内部消费和投资恢复速度可能低于预期，预计 2 季度 GDP 增速仍然较为低迷，我们预计可能在 2%~3% 左右。

疫情持续时间影响经济的恢复速度，海外有望在 2 季度重启经济，但是否能恢复正常仍然存疑。而我国对疫情的态度仍然较为严厉，2 季度经济重启较为缓慢，如果 5 月份我国经济仍然不能有序恢复，那么 2 季度 GDP 继续负增长也不是难以想象。

2 季度我国经济仍然面临较大的困难，经济增速很难恢复，我国经济已经进入衰退，而失业率大幅走高。在此种情况下需要政策给予更多的支持，而我国政策至今仍然较为谨慎，担忧未来经济过热和债务上行，政策在犹豫中推出，那么对经济、就业的损害会超过预期。

第一、二、三产中，三产增速下行幅度低于二产，制造业较为艰难。1 季度，第三产增速下行 5.2%，第二产增速下行 9.6%。这主要要是因为：(1) 制造业受到冲击较大，工厂停工以及订单减少直接影响了企业生产，给企业经营按下暂停键；(2) 三产中服务行业受到重大打击，但金融业、公共服务业预计上行，部分抵消了其他服务业的下滑。

图 1：GDP 当季同比 (%)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

图 2：三大产业增速 (%)

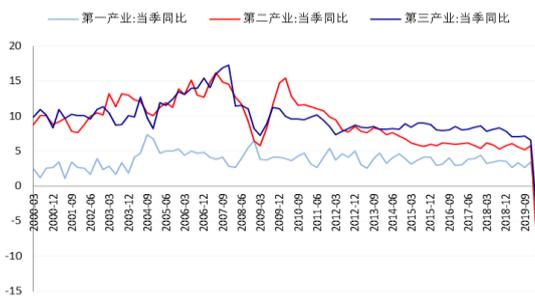
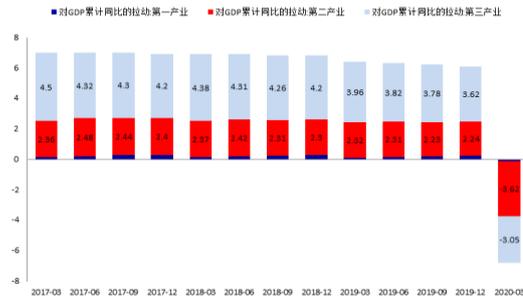


图 3：三大产业对 GDP 的拉动 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

数据来源: WIND 中国银河证券研究院

## 二、复工复产促进生产回升，2 季度仍面临考验

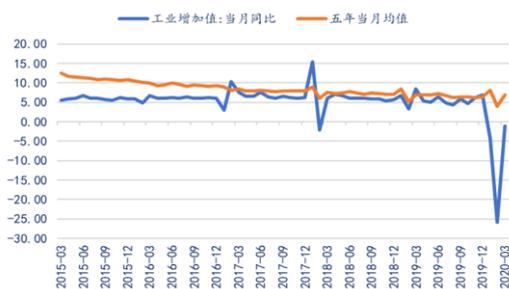
生产有所好转，复工复产总体较为稳定，订单积压下生产反弹。3 月份表现较好的行业仍然是医药制造业，这是疫情下对医疗设备需求增加，计算机、通讯和其他电子设备行业生产增长，这是前期订单积压下生产释放。4 月份我国将面临海外疫情的冲击，对出口行业影响可能较大，尤其是通用设备制造业、计算机通讯和其他电子设备行业冲击可能加大，同时国内需求恢复仍然需要时间，2 季度生产仍然面临考验。

受益于复工复产有序推进，3 月工业生产较 1-2 月份呈现显著复苏态势，3 月规模以上工业增加值同比增长为-1.1%，明显好于预期，降幅较 1-2 月数据 (-25.87%) 出现大幅收窄，中止了两位数负增长趋势，与 3 月 PMI 数据变化趋势一致，表明我国目前工业生产复工复产进程总体较为乐观。尽管本月增速较 2019 年 12 月 (6.9%) 和五年本月均值 (6.9%) 仍存在较大差距，但反转态势已基本形成，预计下月及二季度增速将继续回升。全年经济预计有望实现同比增长 3% 左右水平。

目前看，由于中国相对于全球其他国家率先控制疫情，正常的生产生活秩序正在有序恢复，但是目前看复工率虽然已接近 90%，但是实际订单数量，尤其是海外订单数量仍需关注其减少态势，二季度海外经济停滞冲击估计将进一步显现，IMF 已预计全年世界经济萎缩 3%，超过 2008-09 年全球金融危机时所产生的经济冲击，因此后期外部经济风险不容忽视，进一步激发内需潜力势在必行。财政进一步积极扩张以支持固定资产投资与消费是重点，固定资产投资中除基建投资外，房地产相关政策似乎应该在坚持“房住不炒”前提下进一步将自主权交还地方政府实施因城施策调控。此外，中小企业的经营困难需要重点关注，目前中小企业呈现制造业复工好于服务业、生产性服务业好于生活性服务业行业的态势，广大与消费与生活相关的服务业中小企业的经营困难需要政府额外支持。

从分项数据看，采矿业增加值累计同比增速下降 1.7%，当月同比增速为 4.2%，几乎持平于去年同期，且高于五年本月均值 (1.44%)，1-2 月受到的冲击正被快速消化。制造业累计增速下降 10.2%，当月同比增速回落 1.8%，尽管降幅明显缩小，但制造业受复工复产进度拖累以及海外疫情影响所致仍较大，3 月增速仍较 19 年 12 月增速回落 8.8%，也低于五年本月均值 (7.5%)。本月制造业上游产品产量稳定增长，原油、十种有色金属、乙烯和粗钢产量分别增长 2.4%、2.1%、1.3% 和 1.2%。电力、热力、燃气及水生产和供应业累计增速下降 5.2%，当月同比增速回落 1.6%。需要关注下游消费弱势所致终端需求减少对于中上游行业库存累积增长的压力。

图 4: 工业增加值同比收窄 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

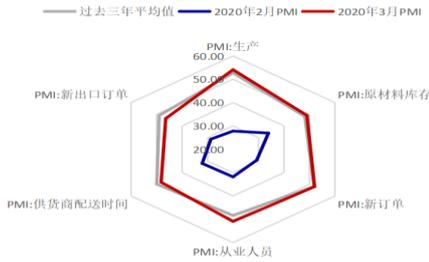
图 5: 制造业与上游行业有所回弹 (%)



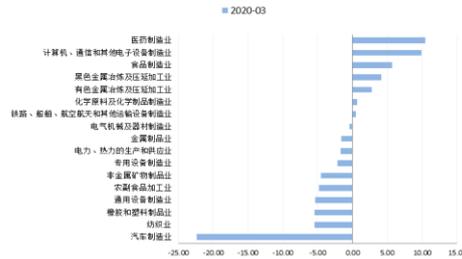
数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 6: 工业生产与 PMI 所反映复苏趋势基本一致 (%)

图 7: 3 月份制造业各行增长幅度 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

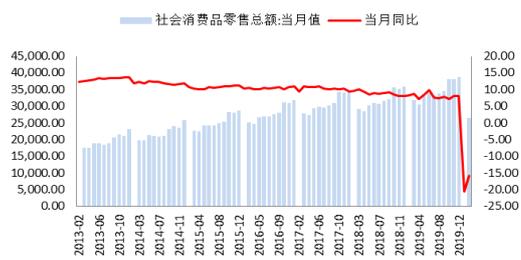
### 三、消费大幅受阻，回升需要时间

1 季度消费增速大幅下滑，新冠疫情下居民出行困难影响居民消费决策，而收入的减少使得居民缩减开支。餐饮、旅游、交通、酒店消费仍然大幅下滑，食品、药品和升级换代的通讯器材消费上行。第一大消费品汽车和石油消费大幅回落，汽车未来仍然低迷。疫情后居民消费信心重建需要时间，收入的恢复更需要时间，消费 V 型反转可能很难到来。2 季度消费增速预计在 2%~3% 左右，3、4 季度消费增速可能回升至 7% 左右。

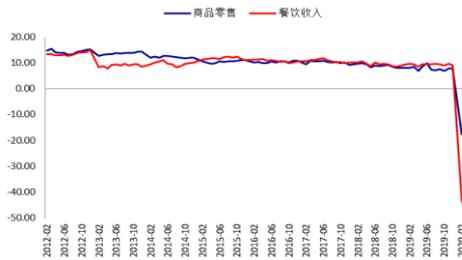
2020 年 1 季度，社会消费品零售总额 78,580 亿元，同比下滑 19%。3 月份社会消费总额 26,450 亿元，同比下降 15.8%，比 1-2 月份下滑收窄 4.7 个百分点。从实际消费来看，3 月 RPI 同比从 4.2% 下行至 2.8%，物价大幅下滑，实际消费增速-18.1%，比上个月回升 5.6 个百分点。3 月份我国仍然处于新冠疫情控制中，服务业仍然没有恢复，尤其餐饮业消费继续下滑，商品零售有小幅回升，但是仍然处于负增长。2 季度我国仍然难以恢复正常的经济生活，尤其是餐饮、娱乐、旅游、交通、住宿酒店恢复仍然需要时间，疫情后重建消费信心也是需要较多的时间。另外一个方面，疫情导致居民收入锐减，1 季度我国居民可支配收入只有 0.8%，实际可支配收入为-3.9%，即使消费限制放开，居民收入下滑也制约了消费增速的上行。预计 2 季度我国社会消费品零售恢复仍然较为缓慢，社会消费品零售总额预计 2-3% 左右。

图 8: 全社会消费额和消费增速变化 (亿元, %)

图 9: 餐饮收入继续下滑 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院



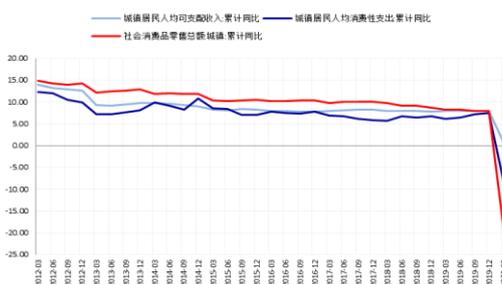
数据来源: WIND 中国银河证券研究院

3 月份，居民活动稍有放开，开工缓慢恢复，服务业仍然极为低迷，居民消费出现了结构性的变化：  
 (1) 居民更倾向于居家模式，对医疗较为重视，食品消费增速大幅增长 19.2%，医药用品增速 8%。居民对非必需品的消费减少，尤其是收入减少后对于服装需求大幅减低，3 月份服装消费继续大幅下滑 34.8%，金银珠宝消费下滑 30.1%，日用品消费只增长了 0.3%；  
 (2) 对于出行的欲望减低，汽车消费下滑 18.8%，汽油价格大幅下滑，消费增速-18.1%；  
 (3) 对房地产相关消费增长较为微弱，对家具、家用电器、建筑装饰材料仍然大幅负增长；  
 (4) 对电子产品的消费仍然有较高的热情，通讯器材消费增长 6.5%，可能由于对 5G 产品关注较高。文化办公用品的消费仍然较为景气，公共支出仍然增长，3 月份增长 6.1%。

第一大消费品行业汽车消费继续下行，汽车消费3月份2609亿元，汽车消费额回到8年前水平，汽车消费在我国已经度过高速期，汽车企业进入存量博弈阶段。2019汽车消费经过近1年半的低迷，库存去化速度较快，2020年疫情下汽车消费继续萎靡。电动汽车补贴可小幅刺激汽车消费，但是仍然无法挽回汽车消费的颓势。

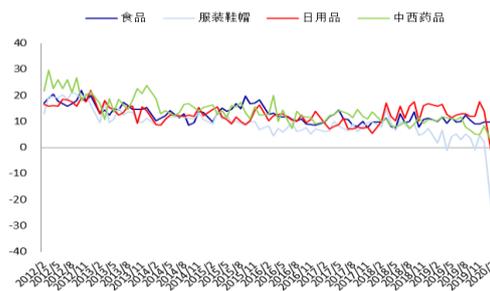
2020年开年新冠疫情全面影响我国经济，1季度疫情对消费的直接冲击已经显现，2季度我们认为冲击的余波仍然延续，收入下降会降低居民消费意愿，疫情蔓延使得旅游出行和外出餐饮都会较为谨慎，消费可能没有V型反弹。我们预计2季度消费增速在2%~3%左右，3、4季度疫情好转后消费增速会恢复至7%~8%。

图 10: 人均收入和支出增速 (%)



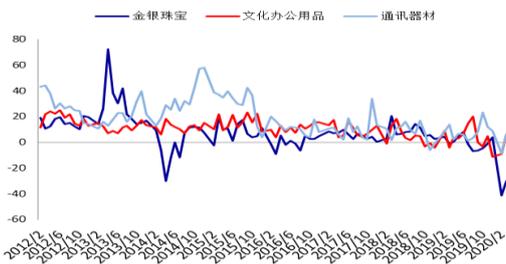
数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 11: 食品消费大幅上行 (%)



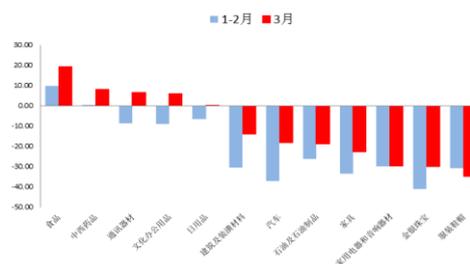
数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 12: 通讯产品消费走高 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 13: 3月份各行业消费 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

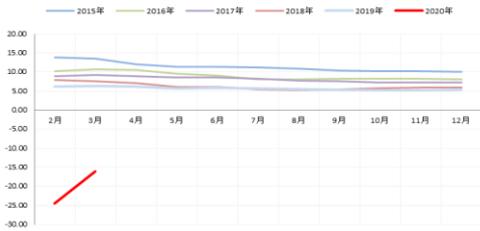
#### 四、投资受疫情影响，2 季度基建有望发力

固定资产投资下降幅度有所收窄，各行业投资均有回升，房地产表现最好，单月投资增速回正。基建投资增速不及预期，2 季度有望发力。制造业仍然较为低迷，2 季度受到出口影响制造业回升困难加大。疫情影响下，基础设施投资仍然托底经济，房地产仍然较有韧性，但需要政策支持。现阶段的政策对冲仍然稍显不足，政策过度引起未来经济过热的担忧仍然存在，仍需观察 2 季度出口对制造业的冲击。

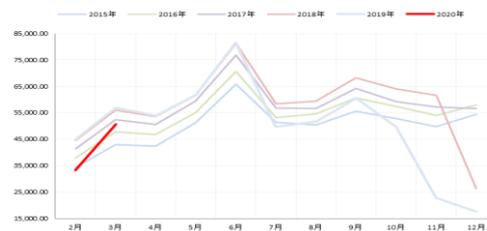
2020 年 1~3 月份，固定资产投资增速-16.1%，与 1~2 月份下降收窄 8.4 个百分点。固定资产投资随着开工逐步展开，投资增速有所上行。3 月份固定资产投资额 50,882 亿元，投资额超出预期，在制造业、基础设施和房地产均下行的时候，其他投资略有上升，这种情况可能是统计局计算范围发生变化。

图 14: 固定资产投资增速上行 (%)

图 15: 投资额上行 (亿)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

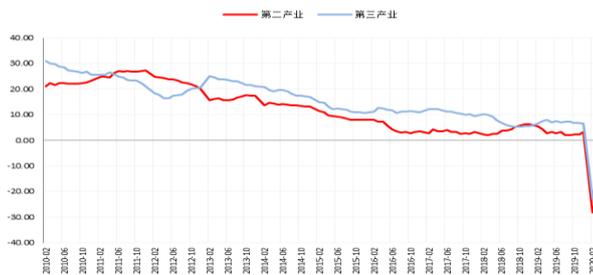


数据来源: WIND 中国银河证券研究院

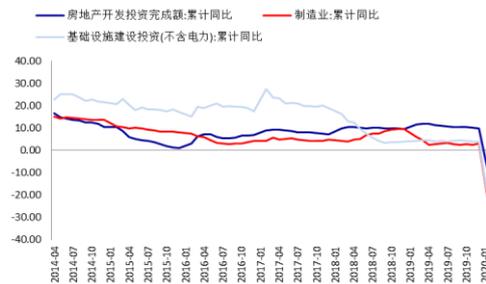
三产景气度好于二产，制造业反弹困难重重。从结构上来看，1~3月份，三产投资增速回升快过二产。二产投资增速回升6.3个百分点至-21.9%，其中制造业投资上行6.3个百分点至25.2%。三产表现分好于二产，虽然旅游、交通、餐饮、娱乐业较为不景气，但金融业、卫生文教、信息服务也均看涨，三产反弹优于二产。

图 16: 第三产业增速回升更快 (%)

图 17: 基建低于预期 (%)



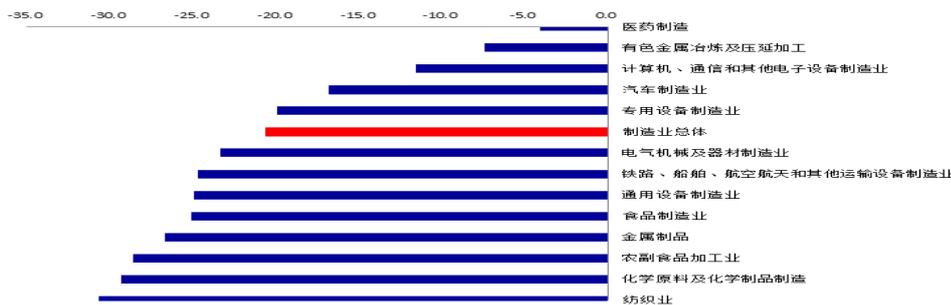
数据来源: WIND 中国银河证券研究院



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

从制造业各行业投资来看，3月份各行业制造业投资均负增长，医药制造业、有色金属冶炼、计算机通信和其他电子设备制造业跌幅最少。总体来看医药制造业和半导体产业链景气度最好，其他行业仍然面临较大的困难。整体来看，需求弱势直接影响制造业，未来出口产业疲软会进一步打击制造业，制造业需要更大的政策支持。

图 18: 制造业投资各行业单月同比 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

三产投资回落速度减弱，基建投资弱于预期，房地产投资稍有好转：(1) 基建投资仍然负增长，铁路投资改善不明显，虽然有3月份工程施工延后的影响，财政已经预计要发力，基建仍然可以期待；(2) 房地产行业增速3月份回正，新开工面积增速好转，但土地出让面积仍然大幅负增长，房地产投资未来企稳需要时间。

基建行业投资增速并不及预期，增长可能在2Q发力。基建行业和房地产行业单月投资增速分别为-11.0%和1.15%，分别比上月变化19.2%和17.4%。2020年地方政府专项债正常发行，财政部表示会扩大

专项债发行额度、提高我国赤字率、重启特别国债，我们预计财政资金可能增加 6~7 万亿。基建投资增速取决于未来资金到位速度，预计 2 季度可能会逐步好转。2019 年我国基建共实现 15 万亿投资，预计 2020 年我国可实现约 17 万亿投资，基建投资增速可超过 10%。

**房地产投资单月回升，先行指标均有回暖，但回暖速度较慢。房地产工程仍然受到疫情影响，市场利率下行对房地产投资有力，但政策方面仍然不够友好。房地产投资可能处于小幅回升的状态，下半年可能平稳。**房地产行业投资增速本月小幅上行 1.15 个百分点，100 城出售土地面积仍然较为低迷，3 月份增速-22%，领先房地产投资约 9 个月的时间，房地产投资 2Q 可能缓慢回升，下半年有望震荡。商品房销售面积和销售额有所回升，商品房待售面积 52,727 万平方米，比上月下行了 277 万平方米，商品房待售面积增速上行，房地产稍有累库。银行利率逐月下行，并且未来利率仍有下行空间，但政策房地产仍然较为谨慎。1 季度，由于金融市场波动性大增，房地产商从海外融资降低，定金和预付款收入比例降低至 28%，比 2019 年降低 5.9 个百分点，房地产商资金链趋紧，1 季度房地产商从国内市场拿到的贷款上行，1 季度共筹集 6716 亿元，占比 20%，比 2019 年的 14.1% 上行 6 个百分点。3 月份我国 M2 增速上行至 10.1%，预计房地产商从非银行金融机构筹资更多。

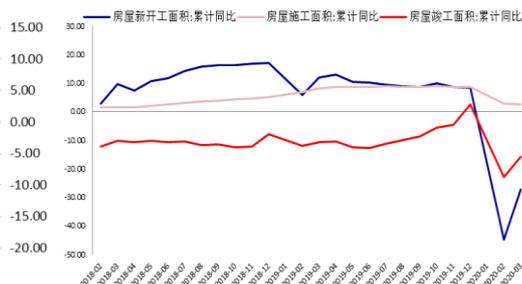
从房地产整体会处于缓慢回升的状态，但是我们认为 3 季度开始房地产增速可能稳定，房地产如果没有政策放松，未来投资增速有限，预计 2020 年房地产投资增速在 7% 左右。

图 19: 房地产投资先行指标 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 20: 房地产开工面积回升 (%)



数据来源: WIND 中国银河证券研究院

图 21: 商品房销售面积和销售额回升 (%)

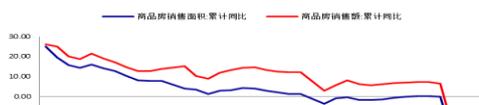
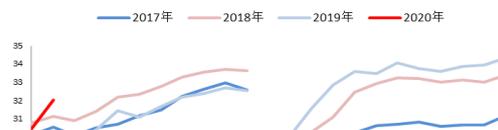


图 22: 房地产自筹资金继续走低 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_5729](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5729)

